

## **TIPOS DE INTERESES NEGATIVOS: ANOMALÍA O RACIONALIDAD FINANCIERA**

FCO. JAVIER SARRASÍ VIZCARRA [sarrasi@ub.edu]  
Departamento de Matemática Económica, Financiera y Actuarial  
Universidad de Barcelona  
Avda. Diagonal 690, 08034 - Barcelona

### **RESUMEN**

En este artículo se plantea si los tipos de intereses negativos que actualmente existen en el Euríbor y en la deuda pública a corto y medio plazo de algunos de los países de la Eurozona, responden a una anomalía financiera, o bien, son el resultado de los efectos de la política monetaria llevada a cabo por el Banco Central Europeo en los últimos años.

La crisis del 2008 cambió el paradigma de la política monetaria que se tenía hasta entonces, debido a que los instrumentos de estímulo llevados a cabo hasta ese momento resultaron poco efectivos para solucionar los problemas de crecimiento que vivieron las economías a partir del 2008. Esta circunstancia obligó a los bancos centrales, y en particular al Banco Central Europeo, a llevar a cabo medidas de política monetaria no convencionales cuyos efectos y anomalías asociadas se detallan en el presente trabajo.

**PALABRAS CLAVE:** anomalía, política monetaria, intereses negativos, crisis económica

**CÓDIGOS JEL:** E52, E58

### **ABSTRACT**

This article considers if the negative interest rates that currently exist in the Euribor and in the short and medium-term public bonds of some of the Eurozone countries respond to a financial anomaly or are the result of the effects of the monetary policy carried out by the European Central Bank in recent years.

The crisis of 2008 changed the paradigm of monetary policy that had till the date, due to the stimulus instruments carried out until then were ineffective to solve the growth problems experienced by the economies since 2008. This circumstance forced the central banks, in particular the European Central Bank, to carry out unconventional monetary policy measures whose effects and associated anomalies are detailed in this paper.

**KEYWORDS:** anomaly, monetary policy, negative interest rates, economic crisis

**JEL CODES:** E52, E58

## **TIPOS DE INTERESES NEGATIVOS: ANOMALÍA O RACIONALIDAD FINANCIERA**

### **1. Introducción**

En el presente trabajo se plantea la pregunta si la coyuntura de tipos de interés negativos que actualmente hay en los países de la eurozona, responde a una anomalía financiera, o bien, a una consecuencia racional derivada de la política monetaria que está llevando a cabo del Banco Central Europeo (BCE) en los últimos años.

Actualmente los países de la zona euro y en particular España están viviendo una coyuntura de tipos de interés negativos tal y como muestran en los últimos años, las series históricas de la rentabilidad de las emisiones a corto y medio plazo de los títulos de deuda pública emitida por el Tesoro y del Euribor en sus diferentes plazos.

En la Tabla I se presentan las series históricas del Euribor a un año por meses, desde enero del año 2007 hasta junio del 2018. Este indicador es de gran relevancia ya que es el que más utilizan los bancos como referencia para fijar los tipos de interés en los préstamos a interés variable. Tal y como se aprecia, se empiezan a constatar valores negativos del Euribor a un año a partir de febrero del año 2016 y hasta la fecha de hoy, alcanzando su valor mínimo en los meses de febrero y marzo del 2018. Por tanto, los bancos llevan más de dos años prestándose dinero entre ellos, a plazos de un año, a tipos de interés negativos.

Tabla I. Euribor a un año por meses

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Enero</b>	4,064	4,498	2,622	1,232	1,550	1,837	0,575	0,562	0,298	0,042	-0,095	-0,189
<b>Febrero</b>	4,094	4,349	2,135	1,225	1,714	1,678	0,594	0,549	0,255	-0,008	-0,106	-0,191
<b>Marzo</b>	4,106	4,590	1,909	1,215	1,924	1,499	0,545	0,577	0,212	-0,012	-0,110	-0,191
<b>Abril</b>	4,253	4,820	1,771	1,225	2,086	1,368	0,528	0,604	0,180	-0,010	-0,119	-0,190
<b>Mayo</b>	4,373	4,994	1,644	1,249	2,147	1,266	0,484	0,592	0,165	-0,013	-0,127	-0,188
<b>Junio</b>	4,505	5,361	1,610	1,281	2,144	1,219	0,507	0,513	0,163	-0,028	-0,149	-0,181
<b>Julio</b>	4,564	5,393	1,412	1,373	2,183	1,061	0,525	0,488	0,167	-0,056	-0,154	
<b>Agosto</b>	4,666	5,323	1,334	1,421	2,097	0,877	0,542	0,469	0,161	-0,048	-0,156	
<b>Septiembre</b>	4,725	5,384	1,261	1,420	2,067	0,740	0,543	0,362	0,154	-0,057	-0,168	
<b>Octubre</b>	4,647	5,248	1,243	1,495	2,110	0,650	0,541	0,338	0,128	-0,069	-0,180	
<b>Noviembre</b>	4,607	4,350	1,231	1,541	2,044	0,588	0,506	0,335	0,080	-0,074	-0,189	
<b>Diciembre</b>	4,793	3,452	1,242	1,526	2,004	0,549	0,543	0,329	0,059	-0,080	-0,190	

**Fuente: Banco de España**

En la Tabla II se muestran las series históricas de los tipos efectivos de las emisiones de deuda pública emitida por el Tesoro en los últimos años. Puede observarse que los tipos de interés empiezan a ser negativos en el año 2015 para las emisiones de letras a 3 meses y a partir del año 2017 en todas las emisiones de letras y de bonos a tres años. Este comportamiento se mantiene en todas las emisiones del año 2018 hasta la fecha.

Tabla II: Deuda del estado: tipos efectivos de interés en tanto por ciento

	Letras a 3 meses	Letras a 6 meses	Letras a 9 meses	Letras a 12 meses	Bonos a 3 años
2014	0,176	0,266	0,361	0,421	1,014
2015	-0,069	0,017	0,033	0,080	0,349
2016	-0,341	-0,179	-0,169	-0,143	0,087
2017	-0,461	-0,394	-0,369	-0,339	-0,032
Enero 2018	-0,524	-0,457	-0,471	-0,4	
Febrero 2018	-0,504	-0,417	-0,443	-0,418	-0,017
Mazo 2018	-0,541	-0,459	-0,463	-0,401	-0,026
Abril 2018	-0,595	-0,467	-0,451	-0,411	-0,226
Mayo 2018	-0,494	-0,484	-0,366	-0,412	-0,144
Junio 2018	-0,508	-0,462	-0,388	-0,345	-0,029

**Fuente://www.tesoro.es/sites/default/files/estadisticas/Estadisticas\_ES.pdf**

Para poder dar respuesta a la pregunta inicial, se analizarán las características de la política monetaria antes de la crisis del 2008 y cómo éstas resultaron ineficaces para paliar los problemas de crecimiento derivados de la misma. Por ello los bancos centrales empezaron a llevar a cabo medidas de política monetaria inéditas hasta la fecha cuyos efectos no han sido los esperados y que darán lugar, entre otros síntomas, a la existencia de tipos de intereses negativos.

El artículo se estructura en los siguientes apartados. En el epígrafe 2, se describen las características que tenía la política monetaria en los años previos a la crisis del 2008. En el epígrafe 3 se detallan las medidas de política monetaria no convencionales que llevaron a cabo los bancos centrales a partir del año 2008. En el epígrafe 4 se analizan los efectos que las medidas del epígrafe anterior tuvieron en la economía. En el epígrafe 5 se responde a la pregunta de quién compra deuda con rentabilidad negativa. El epígrafe 6 trata sobre las anomalías existentes en la economía como resultado de los efectos de la política monetaria ante la crisis y por último en el epígrafe 7 se llevan a cabo las consideraciones finales.

## **2. Antecedentes**

Al periodo anterior a la crisis del 2008 caracterizado por un crecimiento sostenido e inflación baja y estable se le conoció como el periodo de la Gran Moderación. En este intervalo de tiempo, la política monetaria llevada a cabo por los bancos centrales se basó en el denominado “consenso de Jackson Hole” (Bean, C. et al., 2010), caracterizado por:

- Predominio de la política monetaria sobre la política fiscal, se pensaba que la política monetaria era el instrumento más adecuado para el control macroeconómico de la economía.
- El objetivo principal de la política monetaria era mantener la estabilidad de precios y para ello el principal instrumento utilizado era actuar sobre los tipos de interés a corto plazo.
- Se consideraba que el sistema financiero funciona razonablemente bien, por tanto, éste era capaz de otorgar el crédito suficiente que necesitaba la economía y en consecuencia la política monetaria no tenía mucha influencia sobre su funcionamiento. Se pensaba que los principales fallos de mercado se encontraban en los mercados de productos y de factores.
- La política monetaria se delegaba en bancos centrales independientes del poder político, con objetivos más o menos explícitos de inflación.
- Se descartaba el uso de la política monetaria ante indicios de formación de burbujas en el precio de los activos. Se pensaba que ésta no era eficaz.

- Las crisis financieras, las quiebras bancarias en serie, etc., se consideraban aspectos del pasado o tenían lugar en algunos países emergentes con problemas muy específicos de crecimiento.

La crisis pone en cuestión el paradigma de la política monetaria que hasta ese momento se había aplicado. La ausencia de presiones inflacionistas permitió el mantenimiento prolongado de tipos de interés reducidos, pero al mismo tiempo, se fueron acumulando una serie de desequilibrios que se detallan a continuación.

- Aparecen desequilibrios financieros relacionados en gran medida con un crecimiento insostenible del precio de la vivienda.
- Innovaciones financieras no sujetas a regulación adecuada. Rajan (2005) ya alertaba que este problema podría ocurrir en contextos prolongados de bajos tipos de interés.
- Apalancamiento de particulares, empresas e intermediarios financieros. Destacar en este aspecto el trabajo de Adrian y Shin (2008), donde se argumenta que el elevado apalancamiento de los intermediarios financieros podría haberse frenado con pequeñas elevaciones de los tipos de interés.

Estos desequilibrios empiezan a provocar una crisis financiera sin precedentes, cuyo inicio tiene lugar en Estados Unidos con la quiebra, el 15 de septiembre del año 2008, del banco de inversión Lehman Brothers.

### **3. Actuación de los bancos centrales a partir de la crisis del 2008**

La política monetaria clásica, es decir, la que se llevó a cabo en el periodo de la Gran Moderación, se basaba fundamentalmente en el control de un tipo de interés de corto plazo. Los bancos centrales incidían directamente en los tipos de interés del mercado interbancario y en la liquidez del sistema financiero, variando el tipo de interés oficial del dinero y/o el coeficiente de caja, con el objetivo que los cambios en esas variables se acabaran transmitiendo a los tipos de interés de préstamos y depósitos privados, a los precios de los activos financieros, al tipo de cambio, y en última instancia, a las decisiones de gasto y a la actividad real.

Sin embargo, a partir de la crisis del año 2008 empieza a fallar este sistema de transmisión monetaria en gran parte de las economías avanzadas. En la fase más aguda de la crisis hubo una casi total paralización de los mercados monetarios, debido al aumento de la desconfianza en los bancos por la incertidumbre sobre la exposición de las distintas entidades financieras a activos dañados. En este contexto, los bancos centrales comenzaron a proveer liquidez a corto plazo al sistema financiero, bajando el coeficiente de caja y el tipo de interés oficial del dinero. En el caso del BCE, el 18 de enero del año 2012 bajo el coeficiente de caja del 2% al 1% actualmente existente y el tipo de interés oficial pasó del 3,75% en el año 2008 al 0% a partir del año 2016 tal y como muestra la Tabla III. Tal y como señalan Berganza, J.C.; Hernando, I.; Vallés, J. (2014), el objetivo era ayudar a estabilizar mercados e instituciones que se consideraban claves en esos momentos de pánico financiero y dar soporte a la actividad económica.

Tabla III. Tipo de interés oficial del dinero del BCE

2018	0%	13/07/2011	1,5%
2017	0%	13/04/2011	1,25%
2016	0%	07/04/2011	1,25%
10/09/2014	0,05%	13/05/2009	1%
11/06/2014	0,15%	08/04/2009	1,25%
13/11/2013	0,25%	11/03/2009	1,50%
08/05/2013	0,50%	21/01/2009	2%
08/05/2013	0,75%	10/12/2008	2,5%
11/07/2012	1%	12/11/2008	3,25%
14/12/2011	1,25%	15/10/2008	3,75%
09/11/2011	1,25%		

Fuente: Banco Central Europeo

Cuando los principales bancos centrales agotaron el recorrido a la baja del tipo de interés oficial del dinero y del coeficiente de caja, y además se confirmó que la economía no daba síntomas de recuperación, se hizo necesario el recurso a nuevos instrumentos de política monetaria no convencionales, entre los que destacan:

- Programas de expansión cuantitativa QE (Quantitative Easing).
- Imposición de intereses negativos sobre las reservas bancarias no obligatorias de los bancos en el banco central.

- Cambios en la política de comunicación incluyendo la formulación de indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria.

Respecto a la primera medida, Berganza, J.C.; Hernando,I.; Vallés, J. (2014), indican que el BCE empezó a poner en marcha los primeros programas de expansión cuantitativa en mayo del 2009 con la compra de bonos bancarios garantizados por activos de alta calidad, compra que se alargó hasta mayo del 2010, a partir de esta fecha se inició una segunda fase con la compra de deuda pública en los mercados secundarios de los países sometidos a estrés financiero que se prolongó hasta el año 2012. En septiembre del 2012 se lanza un nuevo programa de compra de deuda soberana a corto plazo sin límite de cantidad que se activaría cuando algún país miembro sufriera presiones en sus mercados de deuda. Posteriormente se han ido implementando más medidas que llegan hasta la fecha de hoy.

En cuanto al volumen de recompras, la política del BCE ha llegado a ser muy expansiva comparada con la de otros bancos centrales como la Reserva Federal, llegando a exceder en más de siete veces las emisiones netas de bonos soberanos de la Eurozona a diferencia, por ejemplo, de la Reserva Federal que nunca ha superado el 100% de las emisiones netas. Actualmente el volumen destinado al programa de compras de deuda pública y privada por parte del BCE está disminuyendo, de tal forma que en octubre del año 2017 Mario Draghi acordó reducirlo para todo el año 2018 en 30.000 millones de euros mensuales, lo cual aún supone más del 100% de las emisiones netas.

Para Berganza, J.C.; Hernando,I.; Vallés, J. (2014), los efectos que se persiguen con esta medida se basan en dos canales. El primer canal es el denominado “canal de la composición de la cartera de activos (portfolio-balance channel)”. Consiste en que un aumento de la demanda del activo comprado por el banco central provoca un incremento de su precio y, por tanto, una disminución de su rentabilidad. Este efecto provoca que se reduzca el stock de títulos adquiridos por el banco central para inversores privados y por tanto aumente la demanda de otros activos con mayor riesgo como las acciones, con lo que se eleva su

precio y se reduce los costes de financiación, produciéndose un efecto riqueza, incentivando el gasto y la demanda nominal.

El segundo efecto tiene que ver con el denominado “canal de señalización (signalling channel)”, el cual considera el impacto que tiene en los agentes económicos, las compras de activos continuada por parte del banco central. Estos perciben que el talante de la política monetaria seguirá siendo laxo durante un periodo prolongado, lo que incide sobre las expectativas de los tipos de interés de corto plazo y sobre la rentabilidad de los activos de largo plazo, favoreciendo una expansión de la demanda.

Por tanto, el objetivo último que se persigue con el QE es aumentar la cantidad de dinero en circulación en el mercado para que las empresas, bancos e instituciones puedan impulsar la economía.

Otra medida complementaria a la QE ha sido imponer intereses negativos a las reservas bancarias no obligatorias de los bancos privados en el banco central. El efecto que se pretende con este instrumento es penalizar a los bancos que aumentan sus reservas en el BCE por no destinar esos recursos a su actividad bancaria tradicional. Actualmente el tipo de interés aplicado por el BCE sobre las reservas no obligatorias de los bancos en el banco central es del -0,4%. En la tabla IV se ilustra la evolución de este tipo de interés en los últimos años. Se ha pasado del 2% del año 2008 al -0,40% actual.

Tabla IV. Tipo de interés aplicado por el BCE a las reservas no obligatorias

2018	-0,40%	09/11/2011	0,50%
2017	-0,40%	13/07/2011	0,75%
16/03/2016	-0,40%	13/04/2011	0,50%
09/12/2015	-0,30%	2010	0,25%
10/09/2014	-0,20%	13/04/2009	0,25%
11/06/2014	-0,10%	08/04/2009	0,25%
13/11/2013	0%	11/04/2009	0,50%
2012	0%	21/01/2009	1%
04/12/2011	0,25%	10/12/2008	2%

Fuente: Banco Central Europeo



#### **4. Efectos de la aplicación de los instrumentos de política monetaria no convencionales**

El objetivo último que persiguen los bancos centrales con la implementación de las medidas de política monetaria no convencionales es intentar aumentar la cantidad de dinero en circulación en el mercado para que las empresas, bancos e instituciones puedan impulsar la economía. Sin embargo, que los bancos tengan más dinero para prestar no significa que las empresas y particulares puedan o quieran endeudarse más.

La deuda privada de muchos particulares y empresas sigue en cotas elevadas, incluso con riesgos de insostenibilidad en algunos casos, por lo que ni la salud del sistema bancario ni la liquidez de éste pueden mejorar esa situación. Este contexto hace que los bancos no estén prestando dinero al sector privado de la manera que el BCE esperaba por falta de demanda solvente.

Además, como señala Nieves, V. (2017) hay que añadir un cambio de comportamiento en la toma de decisiones de los agentes económicos como consecuencia de los efectos de la crisis, basado en denominada “trampa por la liquidez”, es decir, las familias y empresas prefieren mantener el dinero en activos líquidos en lugar de consumir e invertir y los bancos prefieren tener el dinero en reservas que prestarlo en condiciones de incerteza. Por tanto, la política de los bancos centrales y en particular del BCE centrada fundamentalmente en aumentar la base monetaria, no ha tenido la eficacia que se esperaba en la oferta monetaria, es decir, en la cantidad de dinero que hay en circulación en la economía, ya que éste incremento en la base monetaria se ha hecho a costa de aumentar las reservas bancarias. Recuérdese que:

$$\text{Base Monetaria} = \text{Oferta Monetaria} + \text{Reservas Bancarias}$$

$$\text{Oferta Monetaria} = \text{billetes y monedas en manos del público y depósitos bancarios (dinero en circulación en la economía).}$$

Los programas de expansión cuantitativa QE prolongados en el tiempo han sido los responsables del aumento continuado de las reservas bancarias. Sin embargo, éstos no sólo han generado un incremento continuado de las reservas no obligatorias de los bancos privados en el banco central, sino también han provocado cambios en la estructura del balance de los bancos privados y del banco central.

Este efecto tiene que ver con la forma en que el banco central adquiere los títulos. En los programas de expansión cuantitativa, un banco privado vende algunos de sus activos, (deuda pública, bonos corporativos, etc.) al banco central y éste le paga con un depósito en el propio banco central. Estos depósitos en el banco central siguen estando en el activo del banco y constituyen lo que se conoce como reservas del sistema. Ello ha implicado una notable modificación en la estructura del activo del balance de los bancos privados, sus activos tradicionales como los bonos han perdido peso a favor de las reservas (sus depósitos contra el banco central), que lo han ganado. Esta política también ha modificado la estructura del activo y del pasivo del balance de los bancos centrales, aumentado su activo por los títulos comprados y también su pasivo, al aumentar los depósitos de los bancos privados en el banco central como forma de pago de este último.

En los últimos años, el exceso de reservas, es decir, la diferencia entre las reservas totales y las reservas obligatorias han crecido de forma exponencial, por ejemplo, en febrero del 2016, el exceso de reservas era de 444.000 millones de euros y las reservas obligatorias de 114.000. En agosto del año 2017, los bancos ya acumulaban 1,24 billones de reservas, mientras que el banco central sólo exigía al conjunto del sistema 122.287 millones de euros en reservas obligatorias. Es decir, las entidades financieras acumulaban más de 1,1 billones de euros en exceso de reservas. Teniendo en cuenta que este importe se encuentra sometido al tipo interés negativo del -0,4%, el coste para los bancos empieza a ser importante, por ejemplo, ya en el año 2016 el BCE estaba cobrando a la banca intereses de 1.333 millones de euros y apenas le devolvió 57 millones como remuneración por sus reservas mínimas obligatorias.

Recuérdese que las reservas obligatorias a partir del 2016 son el 1% calculado sobre los depósitos a la vista, depósitos a plazo hasta dos años y valores de renta fija con vencimiento hasta dos años. Estas reservas están remuneradas al tipo de interés de financiación establecido por el BCE.

La cuestión que ahora se plantea es como los bancos pueden compensar las pérdidas ocasionadas por el tipo de interés negativo que les cobra el banco central europeo. Para ello pueden llevar a cabo las siguientes medidas:

*Aumentar los préstamos a particulares y empresas.* Sin embargo, en los últimos años ha sucedido lo contrario como consecuencia de una falta de demanda solvente.

*Aplicar vías alternativas de ingresos.* Por ejemplo, aumento de comisiones, diversificación de su negocio (seguros, venta de electrodomésticos, ...) y tipos de interés negativos sobre cuentas corrientes, que algunos bancos ya han empezado a aplicar a algunos de sus grandes clientes.

*Disminuir las reservas de los bancos en el banco central.* Según Rallo, J. R. (2016), existen sólo tres vías para reducir las reservas, debido a que sólo los bancos y gobiernos tienen una cuenta corriente abierta en el BCE. La primera vía es utilizar las reservas de los bancos para pagar sus deudas, o las de sus acreedores, con el BCE; el problema de esta vía es que es lenta ya que la mayoría de las deudas con el BCE son a largo plazo y por tanto no constituyen una buena solución para dejar de pagar intereses en el corto o medio plazo. La segunda vía es prestar a los gobiernos de la Eurozona, dado que los gobiernos sí tienen cuentas corrientes en el BCE, los bancos pueden prestarles sus reservas comprando, por ejemplo, deuda pública. Este es el motivo por el cual los tipos de interés de los bonos estatales se hallan a niveles tan bajos, incluso en algunos casos negativos, ya que los bancos prefieren prestar dinero a los gobiernos incluso con tipos negativos, que pagar la tasa de 0,4% al banco central europeo. La tercera es prestar a otros bancos, debido a que cada banco también posee una cuenta corriente en el BCE, una entidad financiera puede reducir sus reservas prestándoselas a otra entidad financiera. Este es el motivo por el cual el Euribor ha entrado en terreno negativo. Como es sabido, el Euribor es, aproximadamente, el tipo de interés medio al que se prestan entre sí los grandes bancos europeos, con tipos negativos sobre sus reservas, cualquier banco está interesado en prestar a otros esas reservas a tipos inferiores al -0,4%, aun cuando esos tipos inferiores sean negativos.

En definitiva, la causa del Euribor negativo y de los tipos de interés de la deuda del Estado a corto y medio plazo negativos tiene que ver con el efecto conjunto de los programas de expansión cuantitativa y del tipo de interés negativo aplicado por el BCE sobre el exceso de reservas.

## 5. ¿Quien compra deuda con rentabilidad negativa?

Como ya se ha mencionado en el apartado anterior, la penalización del 0,4% por parte del BCE sobre el exceso de reservas bancarias incentiva a que los bancos adquieran deuda de los Estados, aunque sea con tipos negativos, sin embargo, existen otros motivos, como señala López-Gálvez, F. (2018), por los cuales existe demanda de bonos con rentabilidades negativas:

*Expectativa al alza del precio de los bonos.* Hay inversores que compran deuda con rentabilidad negativa con la expectativa que esa rentabilidad baje aún más y, por tanto, suba su precio para luego venderlo en el mercado secundario.

*Política de inversión de algunos fondos de inversión y planes de pensiones.* Los planes de pensiones y fondos de inversión especifican muchas veces en su folleto de emisión cual es la estructura de la cartera y qué requisitos deben de cumplir los títulos que deben de tener. Esto implica que obligatoriamente tienen que comprar títulos que cumplan esos criterios, independientemente de la rentabilidad que ofrezcan.

*La importancia de la rentabilidad real del título.* En los países con deflación, puede darse el caso que un título cotice con una rentabilidad negativa, pero esta sea superior al IPC, si esto sucede la rentabilidad real sería positiva. Por ejemplo, si el IPC se encuentra en un -0,20% y la rentabilidad del título es de un -0,05%, la rentabilidad real sería de 0,15%.

*Expectativas sobre divisas.* Puede haber inversores interesados en comprar deuda con interés negativo en moneda extranjera, con la expectativa de que esa moneda se deprecie respecto a su moneda de referencia y compense el efecto de la rentabilidad negativa.

*Activo refugio.* Consiste en pagar por tener seguridad. En contextos de crisis agudas, muchos inversores lo que buscan es seguridad en los denominados activos refugio, como los bonos de países solventes, aunque estos coticen con rentabilidad negativa. Es el caso, dentro de la zona Euro, de países como Alemania, Luxemburgo y Holanda.

## **6. Anomalías como resultado de los efectos de la política monetaria ante la crisis.**

La existencia de tipo de intereses negativos en la economía reflejados en el Euribor y en la rentabilidad de los títulos del Estado a corto y medio plazo, no son una anomalía financiera ya que como se ha comentado antes, son el resultado del efecto combinado de los programas de expansión cuantitativa y de los tipos de interés negativos aplicados sobre las reservas no obligatorias de los bancos en el BCE, sin embargo, sí se puede interpretar como anomalía las implicaciones que los tipos de interés negativos conllevan.

La primera anomalía tiene que ver con el tipo de interés de los préstamos a interés variable. Teniendo en cuenta que en la mayoría de estos préstamos, el tipo de interés se recalcula anualmente tomando como referencia el Euribor, al que se le suma un diferencial fijo establecido en las condiciones iniciales del préstamo, cabe la posibilidad que si el Euribor es negativo y el diferencial no es lo suficientemente elevado para compensarlo, pueda darse el caso que durante la vida del préstamo el interés pueda ser negativo, lo cual es totalmente inconsistente financieramente con el principio de la preferencia por la liquidez. No tiene sentido pagar un precio negativo por un servicio financiero como es el préstamo. Actualmente, ya se han dado casos de préstamos ofrecidos incluso con intereses negativos como el banco alemán Fidor Bank, el cual ofertaba préstamos de 1.000 euros por internet, con un interés del -0,4% a 36 meses. Sin embargo, en este tipo de préstamos hay trampa ya que las comisiones que el banco cobra por el mismo junto a la obtención de datos que el banco obtiene del cliente al registrarse en la web para solicitar el préstamo, compensan el tipo de interés negativo. La solución a este problema es cambiar la referencia para establecer el tipo de interés de los préstamos variables, o bien, como ya está planteando el Instituto Europeo de Mercados Monetarios (EMMI) crear un nuevo Euribor, el cual ya está previsto para el año 2020, que tenga en cuenta las operaciones reales que se producen en el mercado interbancario y las estimaciones para esquivar las operaciones que se realicen con intereses negativos.

Una segunda anomalía tiene que ver con la rentabilidad proporcionado por los sistemas de ahorro tradicionales como como los depósitos a plazo, que

actualmente están proporcionando rentabilidades del 0% o los planes de pensiones, cuya rentabilidad se ve afectada por carteras con títulos de deuda pública con rentabilidad negativa.

Una tercera anomalía y que ya se comentó en el apartado anterior es que los bancos empiecen a cobrar por tener el dinero de sus clientes, como ya sucede en algunos casos con los grandes clientes.

Otras anomalías derivadas del uso prolongado en el tiempo de los programas de expansión cuantitativa llevados a cabo por el BCE son, por ejemplo, los efectos negativos que dicha política tiene sobre el mercado secundario, ya que ahora se plantea si el mercado secundario, sin intervención del BCE, podría comprar bonos de los estados europeos a las tasas de rentabilidad actual. Otra anomalía es la proliferación de empresas zombi, es decir, empresas que, a pesar de la bajada de tipos al mínimo, no pueden pagar incluso la totalidad de los intereses de su deuda con sus beneficios operativos. Una última anomalía que cabe mencionar tiene que ver con la denominada “trampa por la liquidez” que como ya se ha comentado en epígrafes anteriores, ha provocado un aumento desmesurado de las reservas involuntarias de los bancos en el banco central.

## **7.Consideraciones finales**

La crisis económica que tuvo su origen en Estados Unidos en el año 2008, con la caída del banco de inversión Lehman Brothers, ha hecho replantearse las hipótesis y los instrumentos de política monetaria llevados a cabo hasta ese momento. La política monetaria claramente expansiva llevada a cabo por el BCE a partir del 2008, caracterizada por el uso de instrumentos no convencionales hasta ese momento como los programas de expansión cuantitativa y la aplicación de intereses negativos sobre las reservas involuntarias de los bancos, han provocado una serie de efectos no deseados. Si el objetivo final era aumentar la cantidad de dinero en empresas y particulares para fomentar el consumo y la inversión, la realidad ha sido diferente ya que una gran parte de este dinero se ha quedado en los bancos provocando un aumento cada vez mayor de reservas involuntarias del sistema bancario, a pesar de la penalización del 0,4% actual. Esta penalización ha provocado que el Euribor y la deuda a corto

y medio plazo presenten valores negativos, como respuesta a un comportamiento racional de los bancos por intentar minimizar costes.

Los bancos en este periodo de crisis y como consecuencia de la bajada de actividad de su negocio tradicional, dar dinero a préstamo, han tenido que reinventarse con nuevas líneas de negocio como los seguros, o la venta de electrodomésticos y han tenido también que plantearse nuevas formas de marketing basadas en internet.

Los tipos de interés negativos, sí que han tenido efectos colaterales que se han traducido en anomalías financieras como, la posibilidad de préstamos con interés negativos, la desaparición en el mercado de productos de ahorro tradicionales como el plazo fijo o la imposición de intereses negativos en las cuentas bancarias.

Por último, comentar que quienes han salido salen beneficiados con toda esta política han sido el BCE y los Estados, los cuales llevan unos años obteniendo financiación a tipos bajos e incluso negativos.

## **8. Referencias bibliográficas**

Adrian, T. y H. Shin (2008). "Financial Intermediaries, Financial Stability and Monetary Policy", in Maintaining Stabi

Bean, C.; Paustian, M.; Penalver, A.; Taylor, T. (2010). "Monetary Policy after the Fall", Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference, Jackson Hole, Wyoming.

Berganza, J.C.; Hernando, I.; Vallés, J. (2014). *Los desafíos para la política monetaria en las economías avanzadas tras la Gran Recesión*. Documentos Ocasionales N.º 1404. Banco de España.

López-Gálvez, F. (2018) "¿Quién compra bonos con rentabilidad negativa?" Publicado el 16/01/ 2018.

<https://blog.selfbank.es/quien-compra-bonos-con-rentabilidad-negativa/>

Nieves, V. (2017). “El fracaso monetario del BCE: miles de millones de euros acumulan polvo en las cámaras de los bancos”. Publicado el 5/10/ 2017.

<http://www.eleconomista.es/banca-finanzas/noticias/8652196/10/17/El-fracaso-monetaria-del-BCE-miles-de-millones-de-euros-acumulan-polvo-en-las-camaras-de-los-bancos.html>

Rajan, R., (2005). “Has financial development made the world riskier?”, NBER Working Paper No. 11728.

Rallo, J.R. (2016). “Tipos negativos: un nuevo impuesto camuflado”. Publicado el 3/06/2016.

<https://www.libremercado.com/2016-03-06/juan-ramon-rallo-tipos-negativos-un-nuevo-impuesto-camuflado-78334/>